

“三把刀”解剖大小盘风格

——2011年冬季量化投资策略研究之二

提云涛 A0230511040008 赵文荣
2011.12



主要结论

1. 业绩、流动性、市场情绪共同驱动大小盘风格表现。其中，业绩相对强弱变化是长期内因；流动性环境变化是阶段性风格转换的催化剂；而情绪类因素主要促成了短期风格轮动。
2. 净利润率的相对变化是大小盘相对业绩强弱变化中最关键的因素；信贷环境的松紧变化在现金流方面对大小盘公司影响力度差异明显，从而易于催化风格转换；而大小盘风险指标的相对强弱变化及投资者在低估值等风格方面的偏好会促成大小盘风格的短期轮动。
3. 建议市值风格判断长期看业绩相对强弱变化，阶段性拐点关注信贷环境变化及实体经济活动，短期轮动关注投资者偏好及风险指标相对变化。

主要内容

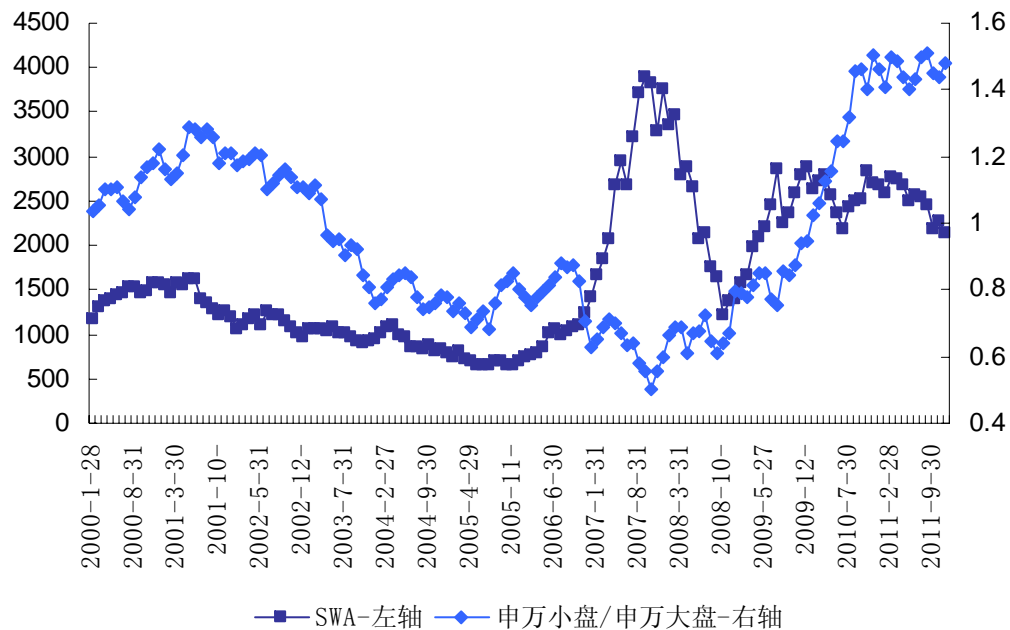
1. 市场风格的老话题：大小盘风格
2. 业绩相对强弱：长期风格表现的“发动机”
3. 流动性环境：风格阶段性分化的“催化剂”
4. 风险因素变化：风格短期波动的“扬声器”
5. 结论及建议

1.1 市值风格现象在A股市场长期存在

■ 市值风格现象是最重要的风格现象之一

- 从申万小盘指数与申万大盘指数的强弱变化来看，市值风格现象具有长期趋势和短期轮动特征
- 市值风格中有ALPHA：从CAPM（1964）扩展到Fama-French三因素模型（1992、1993）、Carhart四因素模型（1997）强调了市值风格的重要性

图1：市值风格具有长期趋势和短期轮动特征

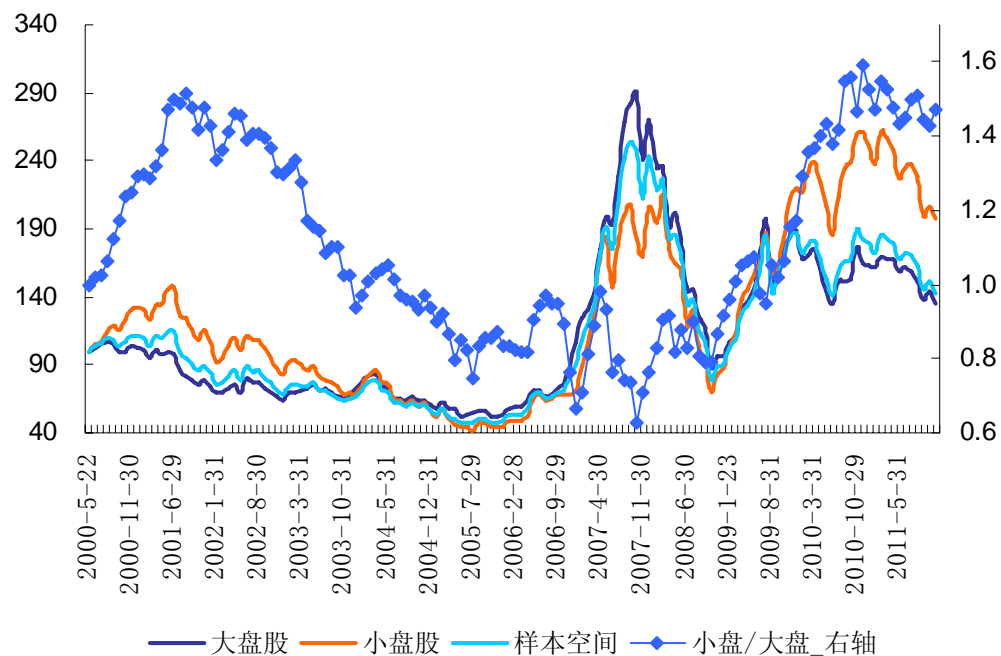


1.2.1 如何划分市值板块？——强调市值代表性和可投资性

■ 为了研究的便利及纵比的连续性，我们使用一组自定义市值板块

- 样本清洗：剔除不满三个月新股、剔除特别处理期（ST、*ST、长期停牌等）股票、剔除交易量后5%股票
- 板块定义：按总市值排序，大盘：最大200只；中盘：之后400只，小盘：剩余股票中最大的400只（少于400只时用全部）
- 成分股调整：5月、11月；自由流通市值加权

图2：自定义大小盘强弱走势与申万市值风格指数表征结果一致



1.2.2 自定义板块具有较好的市值代表性和投资表征性

- 自定义板块样本空间表现接近于申万A指
- 自定义板块不超过1000只股票自由流通市值占全市场大约90%

图3：样本空间与申万A指走势

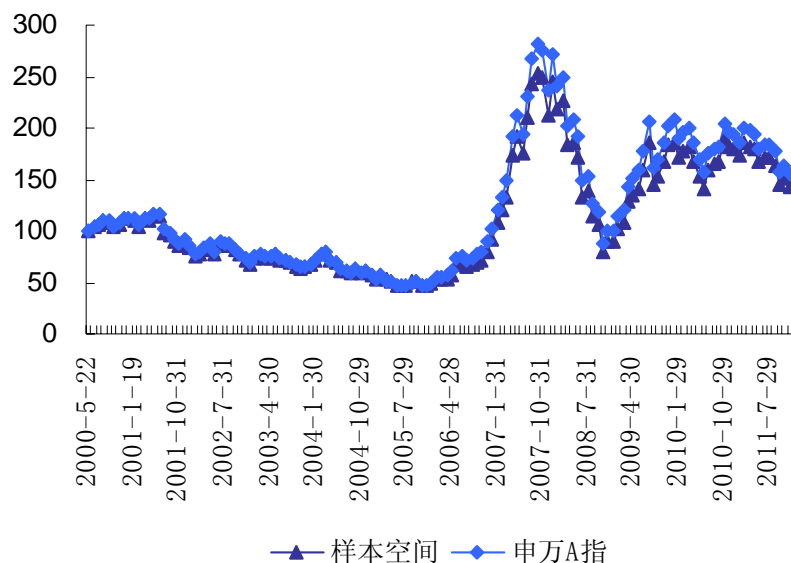
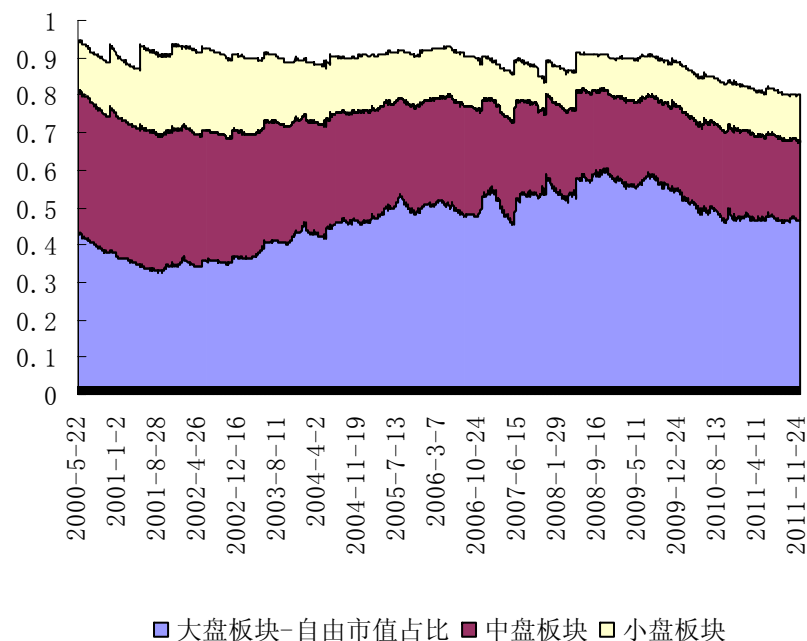


图4：自定义板块具有较好的自由流通市值代表性

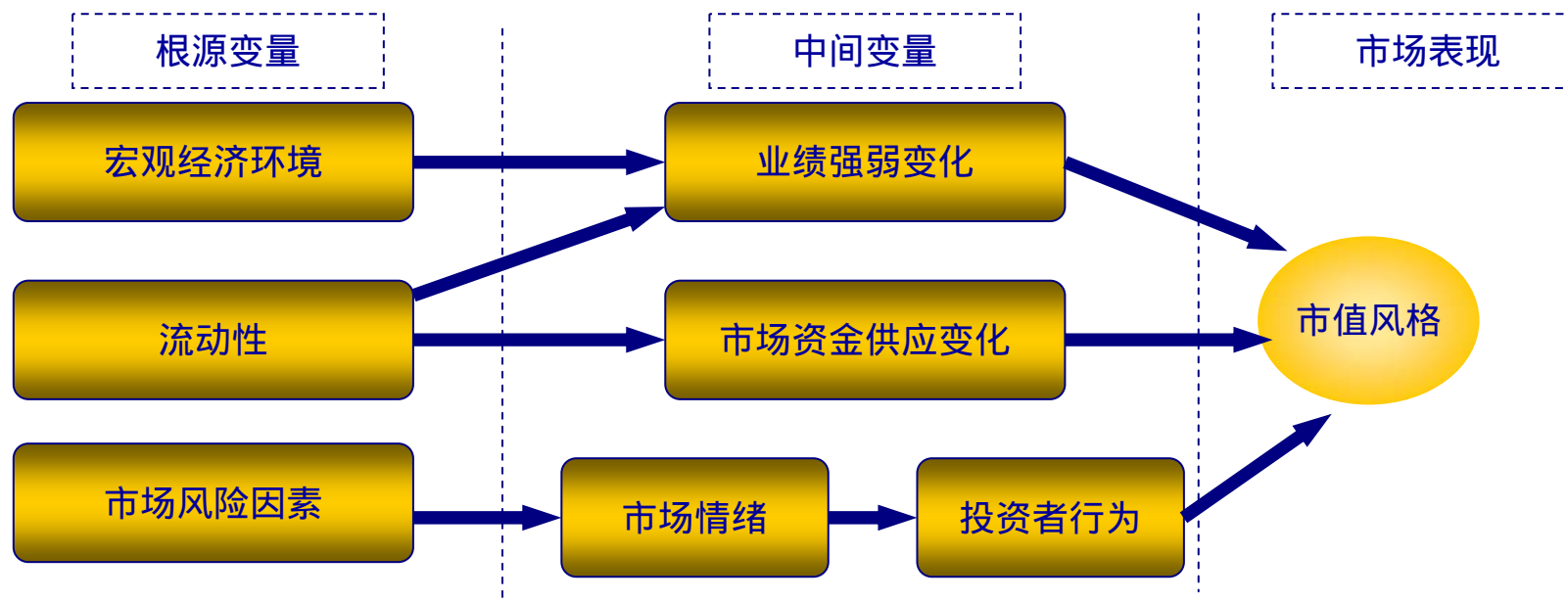


资料来源：申万研究

1.3 市值风格成因：业绩变化、流动性环境与市场风险因素

- 价值、流动性、市场情绪影响证券价格，而风格是价格表现的一个层次
 - 价值：经济大环境影响公司业绩，市值分类下的公司业绩强弱变化会影响市值风格表现
 - 流动性：流动性环境一方面影响公司业绩，另一方面资本流入证券市场也可以直接影响证券价格，从而有可能引发市值风格分化
 - 市场情绪：各类风险因素影响投资者情绪，最终在市场上形成影响市值风格的投资者行为

图5：三条线索寻找市场风格现象的成因



主要内容

1. 市场风格的老话题：大小盘风格
2. 业绩相对强弱：长期风格表现的“发动机”
3. 流动性环境：风格阶段性分化的“催化剂”
4. 风险因素变化：风格短期波动的“扬声器”
5. 结论及建议

2.1.1 盈利能力强弱变化影响市值风格吗？

■ 大小盘板块盈利能力强弱比较：大小盘净利润率强弱比

- 净利润率强弱比= (1+小盘净利润率) / (1+大盘净利润率)，当期累计比、TTM年化比

■ 大小盘盈利能力强弱变化表征了大小盘投资价值的强弱变化，是大小盘风格分化的长期内因

图6：当期累计净利润率的强弱对比变化

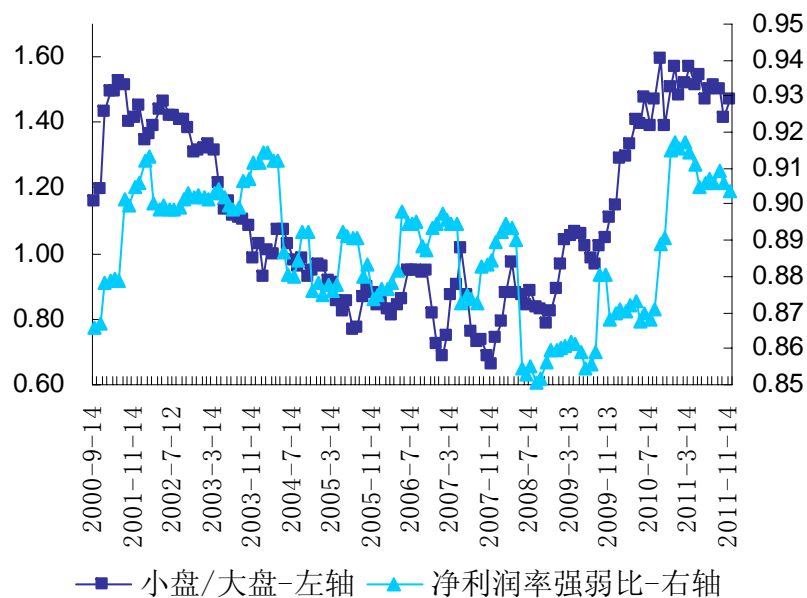
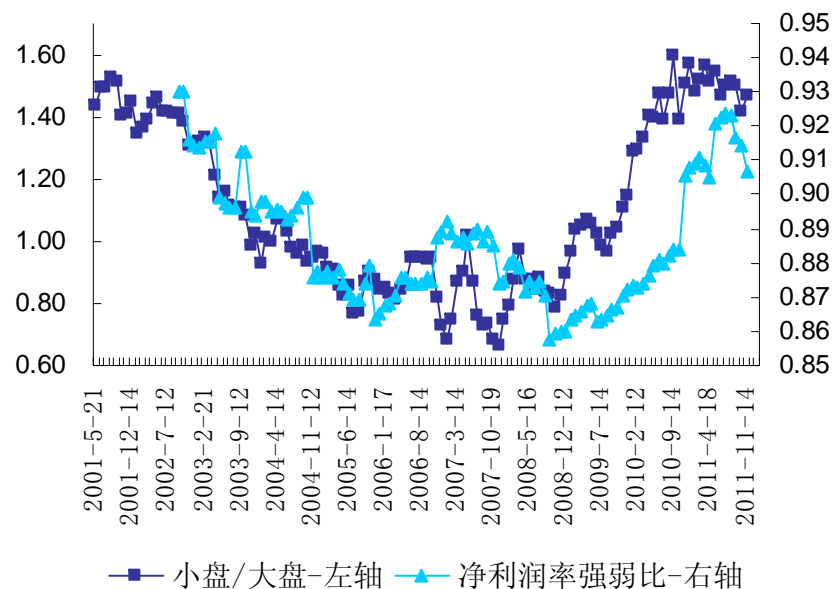


图7：TTM年化净利润率的强弱对比变化



资料来源：申万研究
注：板块净利润率按自由市值加权计算

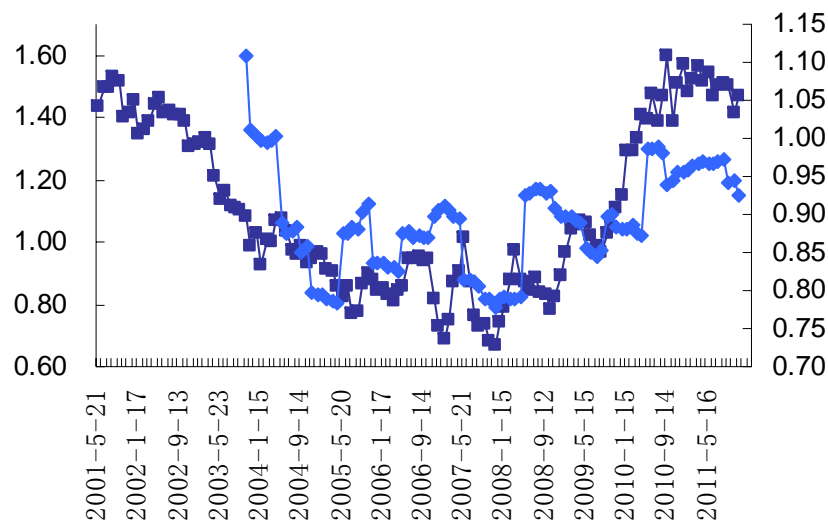
2.1.2 成长性强弱变化影响市值风格吗？

■ 大小盘板块成长性强弱比较：大小盘毛、净利润增长倍数比

- 毛、净利润增长倍数比 = $(1 + \text{小盘毛、净利润同比增长率}) / (1 + \text{大盘毛、净利润同比增长率})$ ，TTM年化比

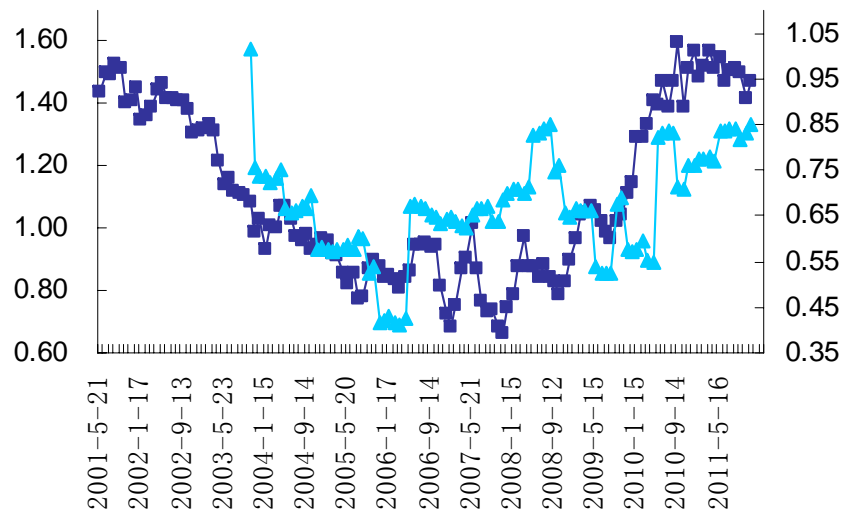
■ 成长性强弱变化表征了大小盘投资合理估值的强弱变化，是大小盘风格分化的长期内因

图8：TTM年化毛利润增长倍数比



■ 小盘/大盘-左轴 ◆ 毛利同比增长倍数比-右轴

图9：TTM年化净利润增长倍数比



■ 小盘/大盘-左轴 ▲ 净利同比增长倍数比-右轴

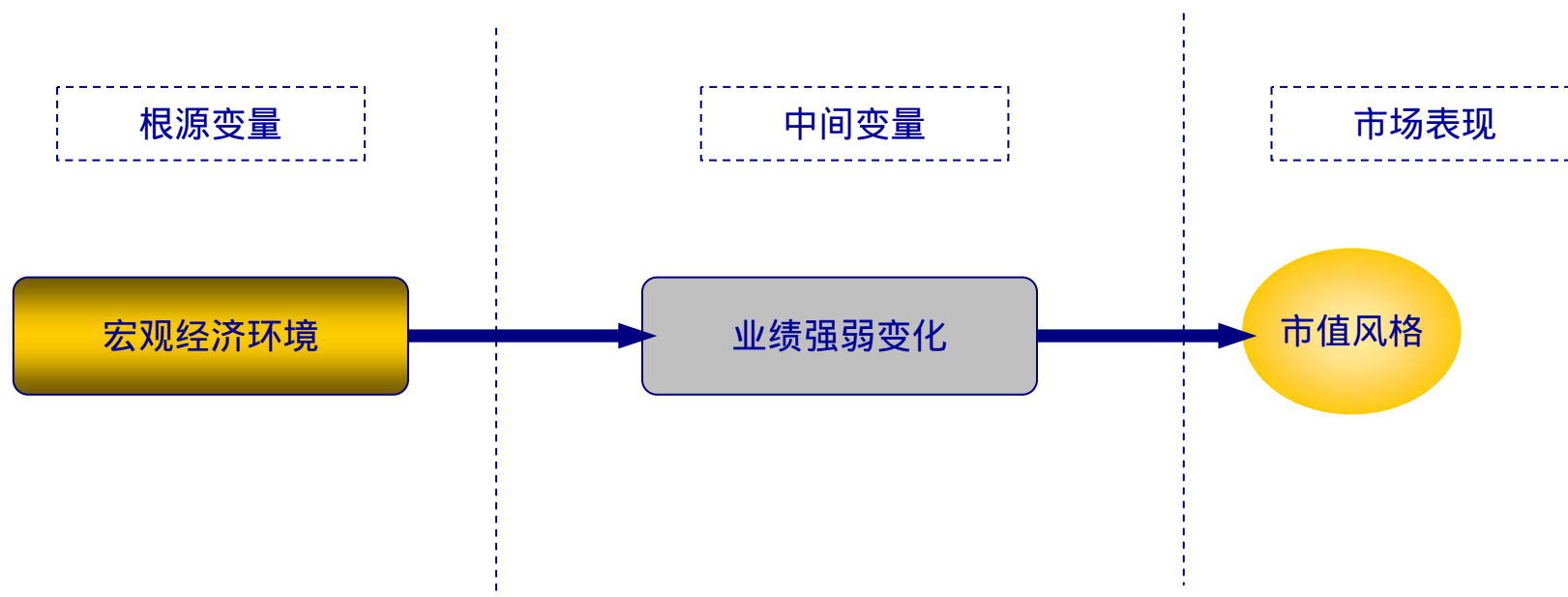
资料来源：申万研究

注：板块毛利、净利增长倍数按自由市值加权计算

2.2.1 能否从业绩背后的经济环境变化直接观察风格分化？

■ 一些宏观环境对市值风格分化影响的传统认识

- 经济增长平稳、通胀温和：偏向小盘股；经济增长强劲，通胀高企：偏向大盘股
- 经济增长：工业增加值、PMI新订单、发电量；
- 通胀指标：CPI、PPI

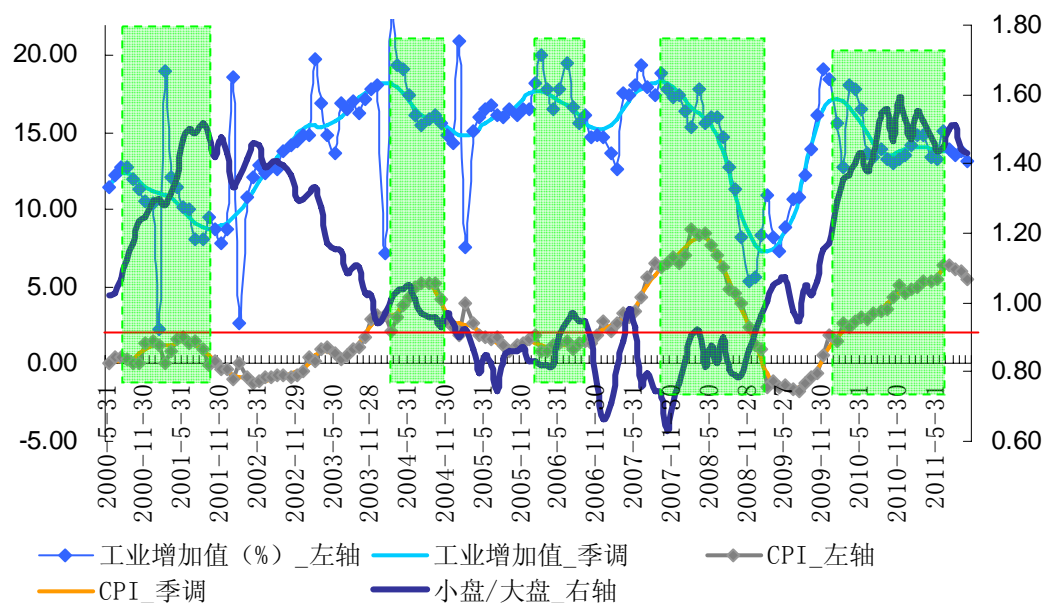


资料来源：申万研究

2.2.2 经济增长、通胀对市值风格有一定规律性影响

- 经济增长确认下行阶段，风格偏向小盘；之后通胀高企，则转向大盘
 - 经济增长放缓，大市值公司环境恶化更快；通胀高企，紧缩预期下小公司现金流风险更大
- 经济复苏上行阶段，大小盘规律变化不明显

图10：工业增加值、CPI同比变化与大小盘风格



资料来源：申万研究

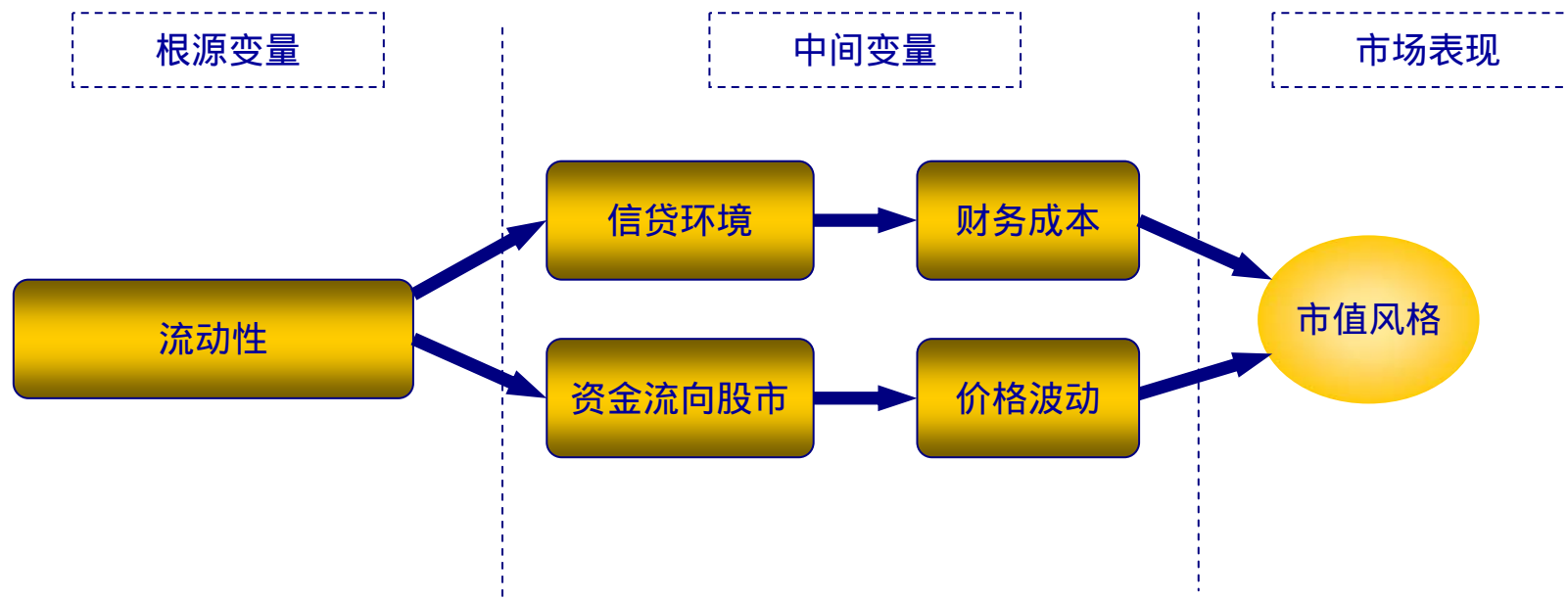
主要内容

1. 市场风格的老话题：大小盘风格
2. 业绩相对强弱：长期风格表现的“发动机”
3. 流动性环境：风格阶段性分化的“催化剂”
4. 风险因素变化：风格短期波动的“扬声器”
5. 结论及建议

3.1 流动性影响市值风格分化的两条线

■ 流动性可能通过公司业绩表现和价格表现两条线导致市值风格分化

- 信贷环境：Shibor(1Y)、债券质押式回购利率（3M）、信用利差（1Y）
流动性环境变化会改变实体经济信贷环境，大公司相对于小公司在现金流方面具有优势，信贷宽松，会带来小公司的财务成本节约和业绩扩张
- 资本市场：M2同比增长率、M1同比增长率、货币超额发行率、储蓄存款占M2比率
货币供应的一部分会流入资本市场，改变资本市场的资金供应状况，资金供应充裕易于导致资产价格系统性上涨，引发大盘股行情。



3.2.1 短期融资成本区位变化是阶段性风格分化的催化剂

■ 低信贷成本区域之后是小盘业绩相对上升期

- 金融因素影响实体会会有一个季度以上的滞后，且财务报表数据公布也存在两个月的延迟，考察质押式回购利率底点位区域滞后5个月以上的区域，小盘净利率相对增强。

■ 高、低融资成本的变化成为市值风格分化的催化剂

图11：低信贷成本区域之后是小盘业绩相对上升期

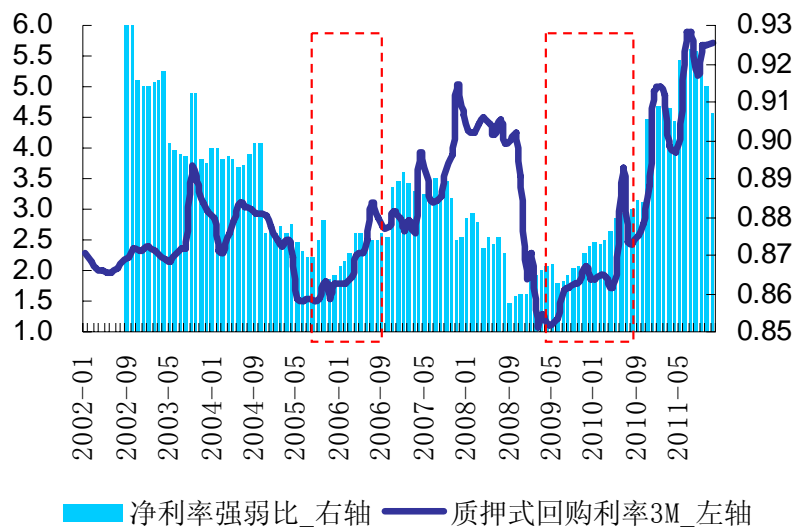
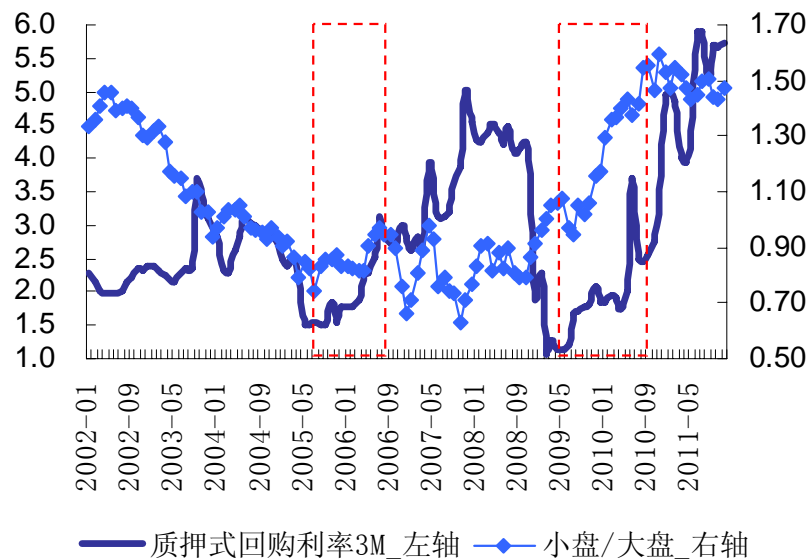


图12：低信贷区域对应的小盘股风格区域



3.2.2 流动性环境转变引发风格分化

- 低利率环境小盘股相对业绩走强；高利率环境小盘股相对业绩走弱
- 利率环境变化引发市值风格分化
 - A: shibor由低升高，信用利差微升，小盘股走弱；B: shibor由高降低，信用利差缩小，小盘股走强；C: shibor由低升高，信用利差扩大，小盘股走弱

图13：信贷松紧与小盘相对业绩强弱反向

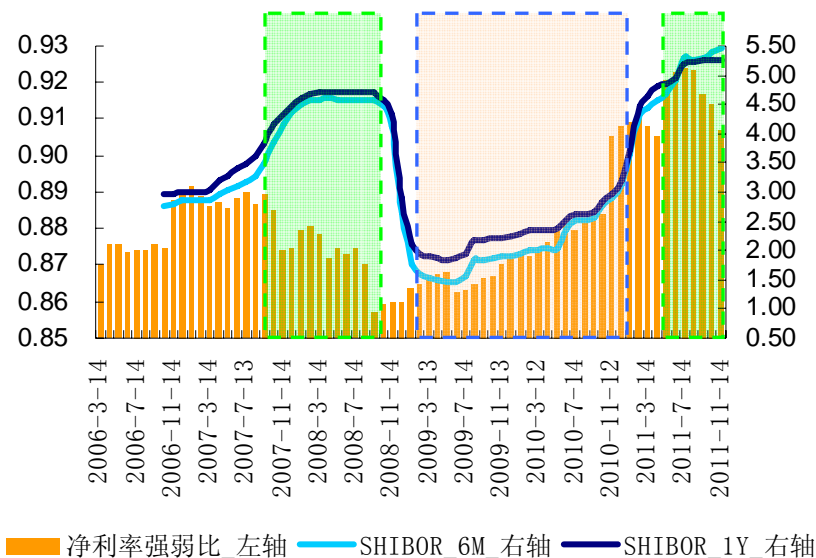
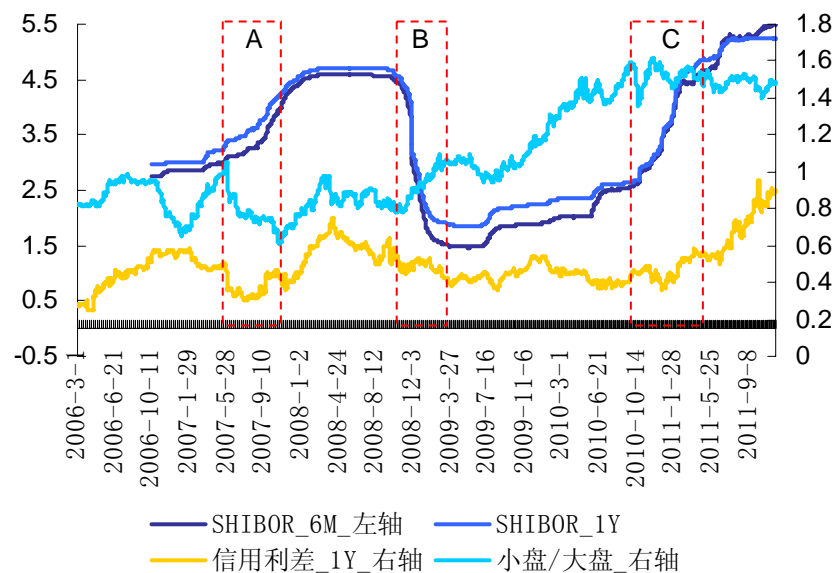


图14：低信贷区域对应的小盘股风格区域



资料来源：申万研究

3.3 流动性充裕可能引发系统性行情但未必是市值风格分化

- M1同比增长率、M2同比增长率与市值风格表现规律不稳定
- 货币超额发行率、储蓄存款占M2比率与市值风格变化规律也不稳定
 - 货币超额发行率=M2同比增长率-工业增加值同比增长率
 - 储蓄存款占M2比率=储蓄存款余额/M2

图15：货币超额发行率与风格分化规律不稳定

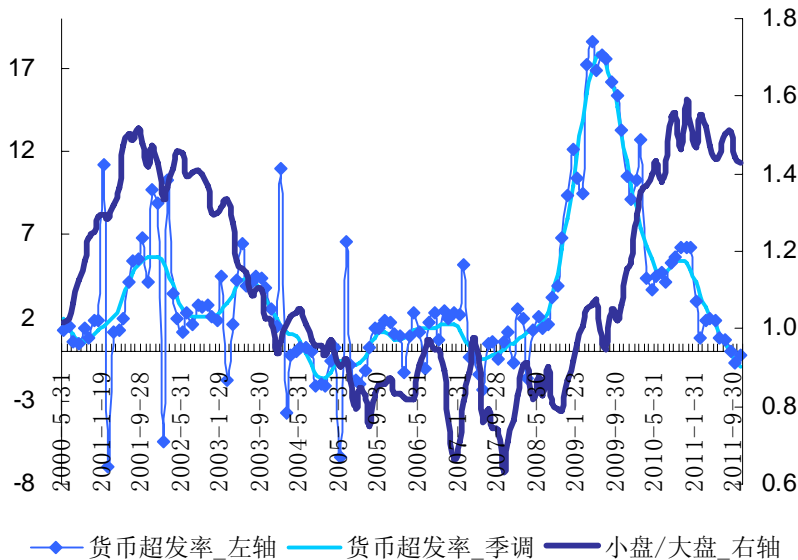
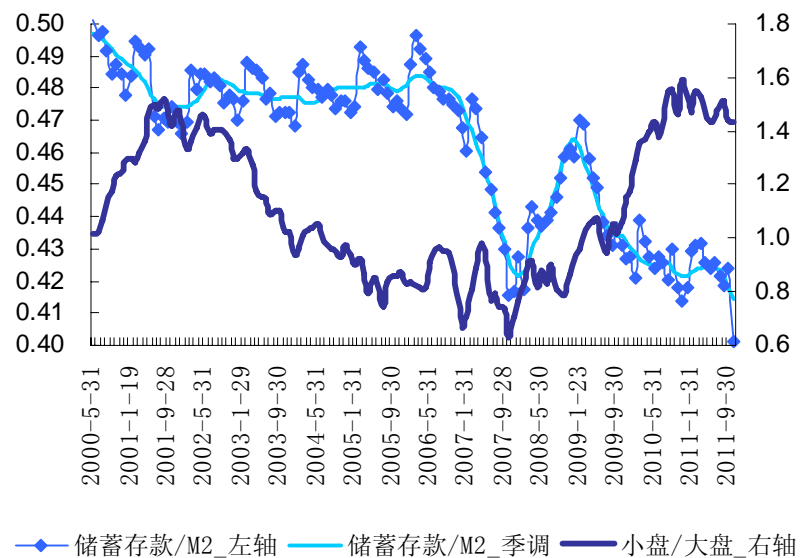


图16：储蓄存款占M2比率变化可以引发牛市行情但未必是大盘风格

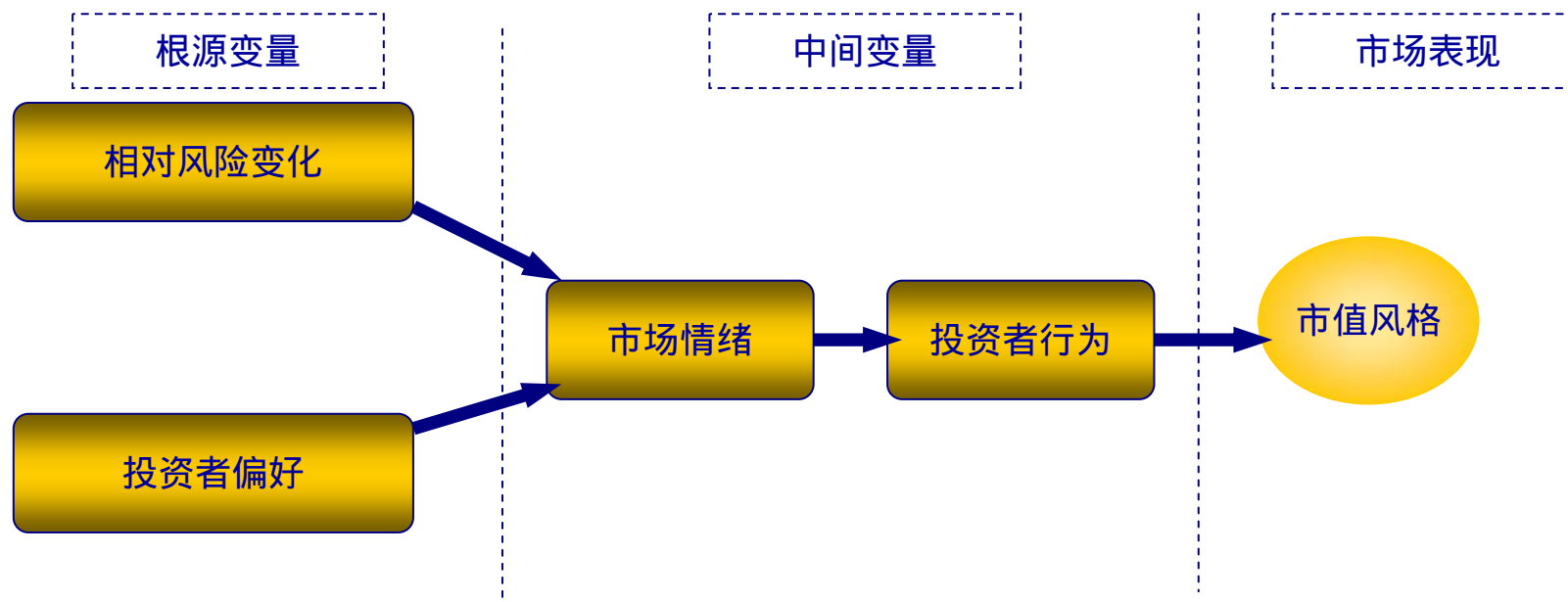


主要内容

1. 市场风格的老话题：大小盘风格
2. 业绩相对强弱：长期风格表现的“发动机”
3. 流动性环境：风格阶段性分化的“催化剂”
4. 风险因素变化：风格短期波动的“扬声器”
5. 结论及建议

4.1 市场风险因素加剧短期风格分化

- 各类风险因素影响投资者情绪，最终在市场上形成影响市值风格分化的投资者行为
 - 风险指标：波动率、换手率等表征风险程度或超买超卖行为的指标，直接影响投资情绪，在市值板块层面加剧风格分化
 - 投资者偏好：市场上存在投资者风格偏好，比如低估偏好，风格偏好会改变风险厌恶程度，最终影响价格表现

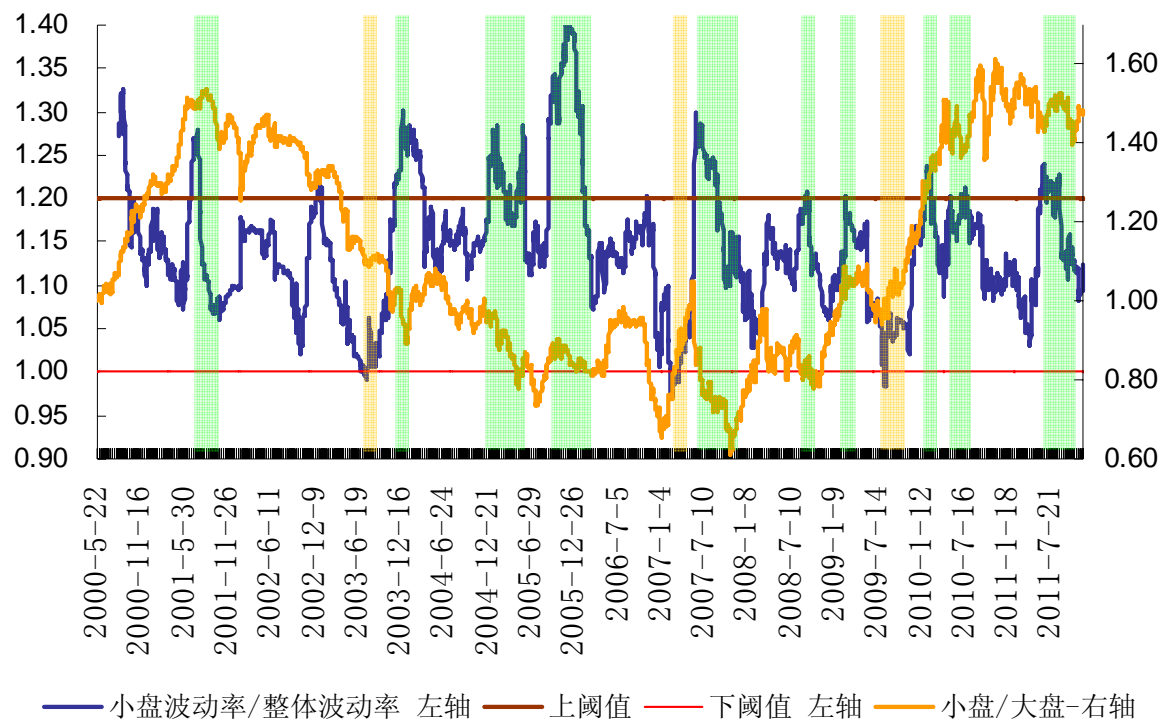


4.2 相对波动变化中蕴含大小盘风格转换信号

■ 相对波动过高，情绪谨慎，小盘走弱；相对波动偏低，情绪回暖，小盘走强

- 相对波动=小盘波动率/样本空间波动率，相对波动过高，小盘风格避险情绪高企，风格倾向大盘
- 小盘股风险较高，波动率大于大盘股。当相对波动低于1时，小盘股波动率小于大盘股，风险大大降低；当相对波动大于1.2时，小盘波动率过高。

图17：波动率相对变化与市值风格轮动



4.3.1 投资者低估风格偏好显著

- 大、中、小盘的样本空间按照PB三分组，投资者存在低PB偏好

图18：样本空间按PB分组走势

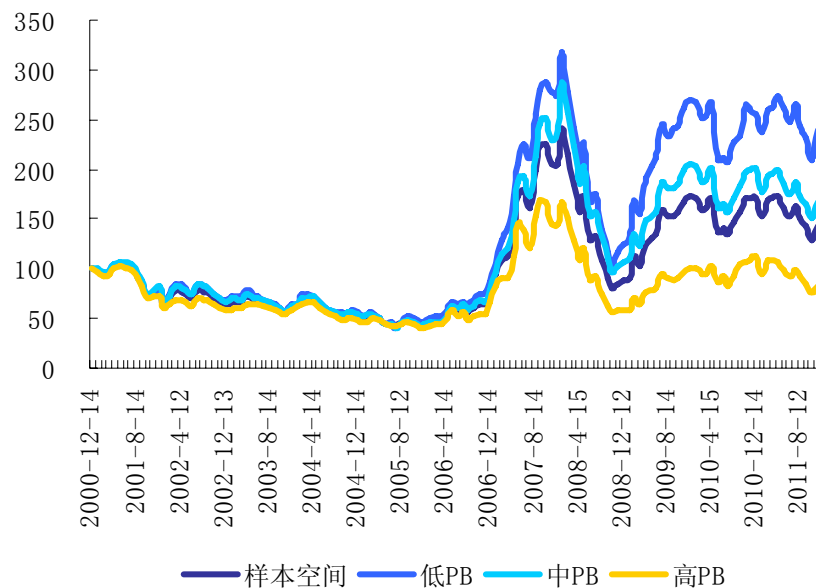
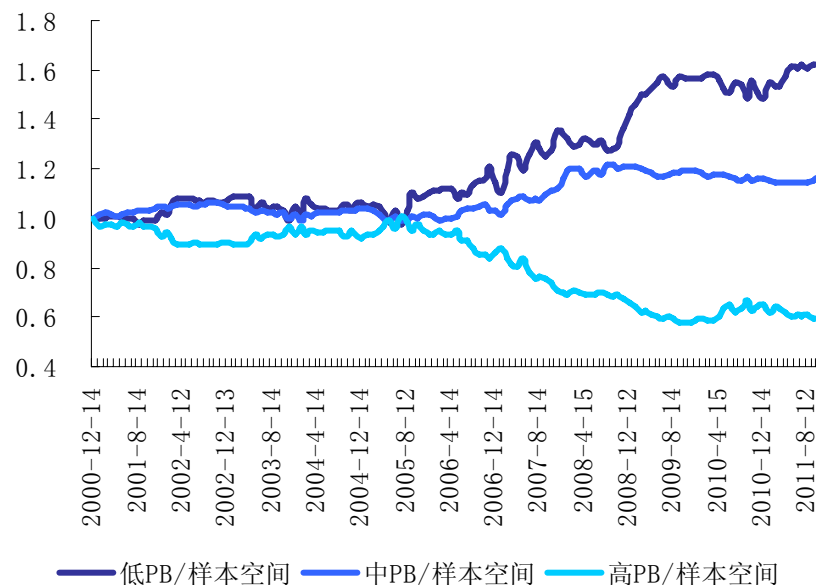


图19：高PB组合长期走弱，低PB组合长期走强



资料来源：申万研究

4.3.2 投资者低估风格偏好影响市值风格表现

- 大、小盘的板块内按照PB分别三分组，投资者存在显著的小盘股低PB偏好，大盘股高PB厌恶

图20：大盘板块内高估风格厌恶显著

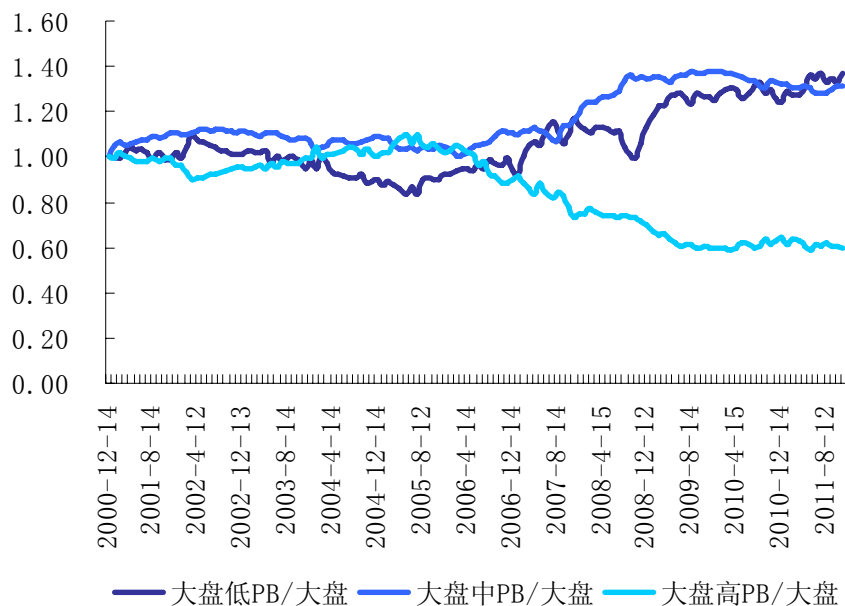
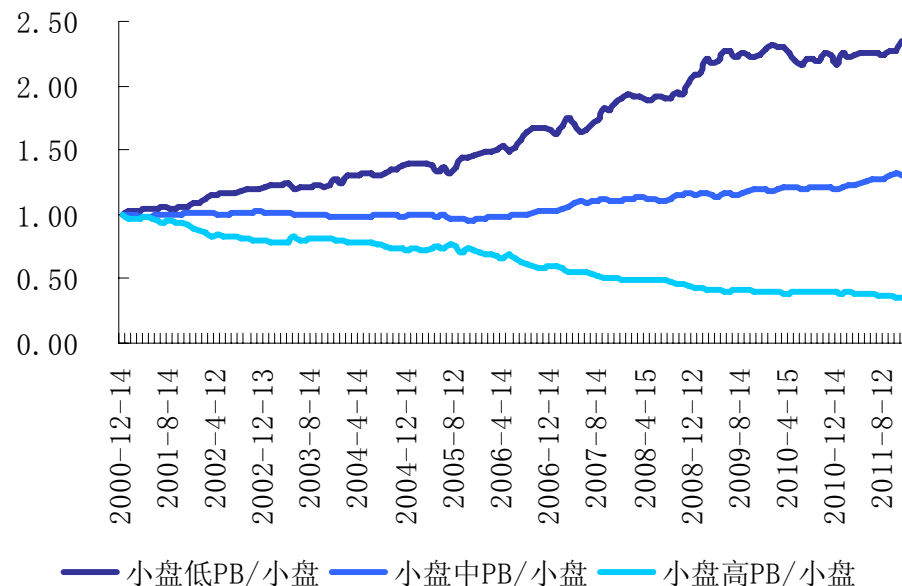


图21：小盘板块内低估风格偏好显著

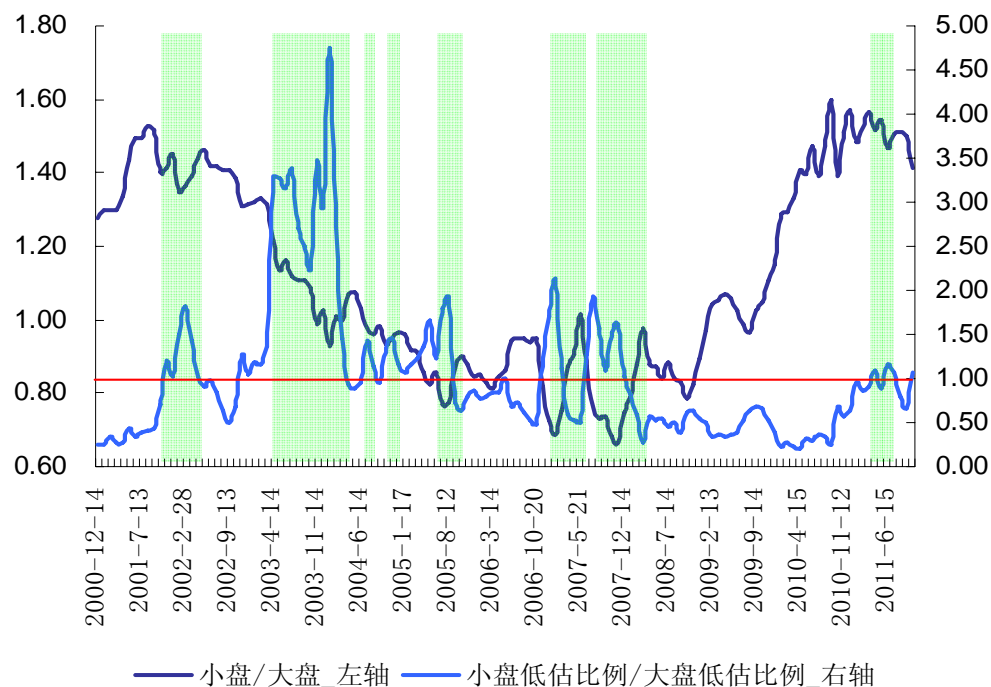


资料来源：申万研究

4.3.3 从小盘板块内的低估状况观测短期风格波动

- 小盘股内PB分化明显，样本空间PB分化也比较明显，据此结论，我们可以通过考察小盘股中的低估比例与大盘股中的低估比例相对变化来观测低估风格偏好驱动的短期市值风格分化。

图22：小盘中低估股票比例高于大盘中低估股票比例时关注小盘走强机会



资料来源：申万研究

主要内容

1. 市场风格的老话题：大小盘风格
2. 业绩相对强弱：长期风格表现的“发动机”
3. 流动性环境：风格阶段性分化的“催化剂”
4. 风险因素变化：风格短期波动的“扬声器”
5. 结论及建议

5 结论及建议

- 业绩相对强弱变化是市值风格的长期内因；流动性环境变化是阶段性风格转换的催化剂；而情绪类因素主要促成了短期风格轮动。
- 大小盘盈利能力和成长性强弱变化表征了大小盘投资价值的强弱变化，是大小盘风格分化的长期内因，其中，净利润率的相对变化是大小盘相对业绩强弱变化中最关键的驱动因素。
- 公司层面：短期融资成本区位变化是阶段性市值风格分化的催化剂，信贷环境的松紧变化对大小盘公司影响力度差异明显，低利率环境中小盘股卸掉“现金流不稳定”包袱，相对业绩走强；高利率环境中小盘股相对业绩走弱。资本市场层面：流动性充裕可能引发系统性行情但未必是市值风格分化。
- 大小盘风险指标的相对强弱变化及投资者在低估风格等方面的偏好会促成大小盘风格的短期轮动。小盘股相对风险高时，情绪谨慎，小盘股走弱；相对风险偏低时，情绪回暖，小盘股走强。
- 此外，实体经济的直接影响方面：经济增长放缓时，大市值公司环境恶化更快；通胀高企时，紧缩预期下小市值公司现金流风险更大。
- 建议市值风格判断长期看业绩相对强弱变化；阶段性拐点关注信贷环境变化及实体经济活动；短期轮动关注投资者偏好及风险指标相对变化。

信息披露

证券分析师承诺

提云涛：衍生品 与 数量分析

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

申万研究 • 拓展您的价值

SWS Research • CHINA Value Revealed

上海申银万国证券研究所有限公司

提云涛 A0230511040008
tiyt@swsresearch.com

赵文荣
zhaowr@swsresearch.com